

# Revisione Best Brands

---

**16 settembre 2024**

A cura di

**Carlo De Luca**

*Senior Portfolio Manager & Head of Asset Management*

**Alessio Garzone**

*Assistant Portfolio Manager*

**Gamma Capital Markets Ltd.**

**Succursale italiana**

Via Amedei 15

20123 MILANO

Tel. +39 02 9999 00 20

[info@gammamarkets.it](mailto:info@gammamarkets.it)

## Revisione strategia azionaria “Best Brands” – 16 settembre 2024

### Executive Summary

La strategia **Best Brands** è stata sottoposta a una revisione significativa a seguito di eventi macroeconomici e di mercato che hanno caratterizzato il periodo recente, in particolare agosto. Questo mese ha rappresentato un punto di svolta per l'allocazione strategica degli asset, determinando la necessità di un aggiustamento dei pesi e delle componenti del portafoglio. Con le ultime due revisioni, la strategia ha subito una trasformazione straordinaria, non solo in concomitanza degli utili aziendali, ma anche in risposta al ciclo economico, che sta evolvendo **da una fase espansiva a una più saturo o addirittura recessiva**. La nostra analisi si basa sulla premessa che, nell'ultima fase rialzista, se si concretizzasse uno scenario di **soft landing**, i titoli growth potrebbero continuare a sovraperformare, soprattutto grazie al possibile taglio dei tassi da parte della Federal Reserve e al recupero di alcuni settori che non hanno ancora partecipato pienamente al rally. D'altra parte, se l'economia dovesse affrontare un **hard landing**, ci aspettiamo che i titoli difensivi, già ampiamente inclusi nel portafoglio, possano bilanciare la volatilità dei mercati, e potenzialmente sovraperformare rispetto ai titoli di crescita, che sarebbero più vulnerabili a un repricing degli utili in un contesto di recessione. **La nostra esposizione ai titoli difensivi è ora di circa il 40%**, garantendo una protezione adeguata in caso di un deterioramento del contesto economico. Questo approccio duale mira a capitalizzare su eventuali rialzi, mantenendo al contempo una solida protezione contro i rischi di mercato, rendendo il portafoglio resiliente a diversi scenari futuri.

### Contesto Macroeconomico

Il mese di agosto è stato segnato da un calo improvviso e inaspettato della maggior parte degli asset azionari, dovuto principalmente all'inasprimento della politica monetaria della Banca Centrale del Giappone (BoJ). Dopo oltre un decennio di politiche monetarie espansive, caratterizzate da tassi di interesse bassi e acquisti massicci di obbligazioni, la BoJ ha deciso un aumento dei tassi per contrastare il deprezzamento dello yen e le pressioni inflazionistiche derivanti dall'aumento dei prezzi delle importazioni. Questo cambiamento ha avuto effetti globali sui mercati finanziari, in quanto molti investitori utilizzavano lo yen come moneta di finanziamento per investimenti a rendimento più elevato (**carry trade**). L'aumento dei tassi ha reso più costosi questi prestiti, costringendo molti investitori a liquidare le proprie posizioni, innescando una serie di *margin call* che ha causato un significativo *selloff* sui mercati azionari globali.

### Recupero parziale e rotazione settoriale

Nonostante il crollo iniziale, i mercati hanno mostrato segnali di ripresa. L'indice di volatilità VIX, che aveva raggiunto il terzo valore più alto della storia, è ritornato a livelli più moderati, riflettendo una stabilizzazione parziale del sentiment degli investitori.

Un altro aspetto chiave osservato è stata la mutata reazione dei mercati alle notizie economiche. In passato, la narrativa prevalente seguiva la logica del "**bad news is good news**", per cui notizie economiche negative venivano accolte positivamente in quanto stimolavano politiche monetarie espansive da parte delle banche centrali. Tuttavia, con l'inflazione vicina all'obiettivo del 2% e la Fed che ha chiaramente comunicato le proprie intenzioni, i mercati hanno ripreso a reagire in maniera diretta ai dati economici. In questo nuovo contesto, notizie negative, come i deboli dati sull'occupazione negli Stati Uniti a luglio e agosto, hanno alimentato timori di recessione e innescato il più grande *selloff* dell'anno.

### Resilienza dei Consumatori e Soft Landing

Nonostante il contesto di incertezza, i dati macroeconomici hanno mostrato una **resilienza** inattesa dei consumatori, con segnali positivi provenienti da 1) richieste di sussidi di disoccupazione, 2) vendite al dettaglio, 3) indice PMI dei servizi e 4) spesa al consumo. Questi elementi hanno riportato l'attenzione su uno scenario di **soft landing** per l'economia statunitense, attenuando in parte i timori di una recessione

imminente. La revisione del PIL del secondo trimestre degli Stati Uniti, che ha mostrato una crescita annualizzata del 3%, ha ulteriormente supportato questa tesi, consolidando la convinzione che un atterraggio morbido sia lo scenario più probabile.

### La Fed e la Prospettiva di Tagli dei Tassi

Durante il simposio di Jackson Hole, il presidente Powell ha evidenziato che la politica monetaria si sta avvicinando a un punto di svolta, con condizioni che potrebbero giustificare un primo taglio dei tassi, previsto per la riunione della Fed di settembre. Con l'inflazione vicina all'obiettivo del 2%, la Fed ha iniziato a concentrarsi maggiormente sul **secondo obiettivo** del suo doppio mandato: la **piena occupazione**. Tuttavia, il graduale raffreddamento del mercato del lavoro ha sollevato preoccupazioni circa la possibilità di una recessione.

### Cambiamenti nella Strategia Best Brands

Alla luce di questi sviluppi, *Gamma Capital Markets* aveva già indicato in precedenza una maggiore probabilità allo scenario di **soft landing**, e tale convinzione è stata rafforzata dagli ultimi dati macroeconomici. Tuttavia, non possiamo sottovalutare il rischio di recessione per cui le nostre probabilità di uno scenario **hard landing** sono aumentate (dal 10% al 35%).

Exhibit 1: Matrice scenari macroeconomici

SCENARIO	PROBABILITÀ	MACRO DATA		FED DECISION	MARKET REACTION	
		ECONOMIA	INFLAZIONE	TASSI	EUR/USD	EQUITY
1 Soft Landing	55%	↓	↓	↓	↑	↑
2 Hard Landing	35%	↓↓	↓↓	↓↓	↔	↓
3 No Landing	10%	↔	↔	↓	↑	↑

Source: *Gamma Capital Markets*, Settembre 2024

SCENARIO	PROBABILITÀ	MACRO DATA		FED DECISION	MARKET REACTION	
		ECONOMIA	INFLAZIONE	TASSI	EUR/USD	EQUITY
1 Soft Landing	55%	↓	↓	↓	↑	↑
2 Hard Landing	10%	↓↓	↓↓	↓↓	↑↑	↑↑
3 No Landing	35%	↔	↔	↓	↑	↑

Source: *Gamma Capital Markets*, Marzo 2024

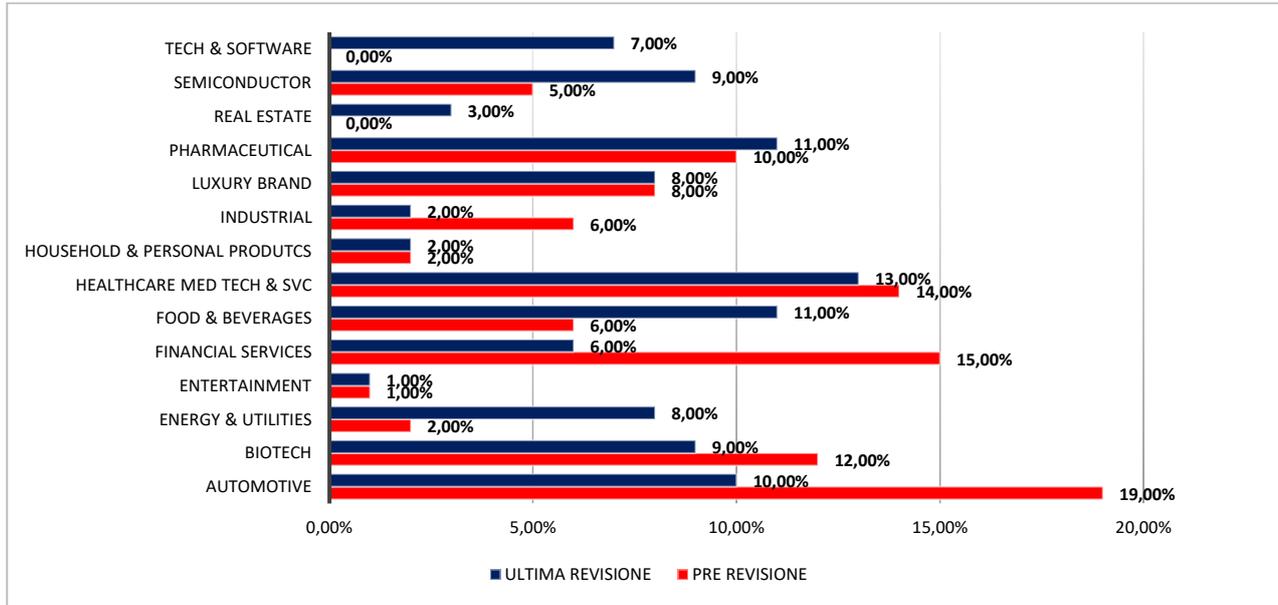
Fonte: elaborazione Gamma Capital Markets

Sul piano operativo, la debolezza tecnica degli indici USA, dovuta prima al **deleveraging del carry trade** e poi allo **sgonfiamento dell'hype tecnologico**, ha favorito l'implementazione di un cambiamento strategico. **Abbiamo ritenuto insostenibile il proseguimento del rialzo senza la partecipazione di tutti i settori**. Di conseguenza, abbiamo deciso di ridurre l'esposizione ai titoli tecnologici, aumentando le posizioni in settori come **biotech** e **pharma**, più resilienti nel contesto attuale. I settori che hanno mostrato una forza relativa significativa, come **consumer staples**, **real estate** e **utility**, sono stati i principali beneficiari di questa revisione. Senza stravolgere la strategia, abbiamo applicato una modifica strutturale, riducendo i **financials** e diminuendo l'esposizione ai **semiconduttori** a favore di titoli con bassa volatilità e beta contenuto. Questa nuova allocazione riflette un bilanciamento della strategia, con un'esposizione verso settori **più stabili**, rappresentando il 14% del portafoglio, mentre manteniamo una parte significativa in growth stocks per beneficiare di un potenziale soft landing. L'obiettivo è fornire un **"paracadute"** nel caso in cui lo scenario economico si evolvesse in maniera più negativa, garantendo una solida diversificazione del portafoglio.

### Main change

La seguente tabella evidenzia i principali cambiamenti nella strategia di allocazione settoriale del portafoglio, a seguito della revisione. I settori che hanno subito le variazioni più significative includono **Tech & Software**, **Real Estate**, **Automotive**, **Energy & Utilities**, e **Financial Services**. Di seguito una descrizione dettagliata per ciascuno di questi settori, con le rispettive motivazioni alla base delle modifiche.

Exhibit 2: Main change



Fonte: elaborazione Gamma Capital Markets

- **Tech & Software/Semiconductor: aumento dell'esposizione del %9**

*Pre revisione: 5%; Ultima revisione: 16%; Change%: +9%*

Reason: questo settore ha mostrato una crescita significativa e continua, trainata dall'innovazione e dalle trasformazioni digitali globali. Nonostante il recente sgonfiamento dell'hype tecnologico, riteniamo che l'introduzione di un'esposizione mirata al 7% permetta di cogliere opportunità di lungo termine in questo settore strategico. Insieme al settore cyber, l'esposizione ai titoli tecnologici rappresentava circa il 40% del portafoglio, una quota che abbiamo ridotto quasi a zero sui massimi di luglio. La decisione si basava sulla nostra convinzione che un rialzo continuato, sostenuto esclusivamente da questi titoli, fosse insostenibile. Dopo i forti selloff di agosto, abbiamo deciso di rientrare nel settore con una quota del 16%, bilanciando così la nostra esposizione. Consideriamo il settore tecnologico come un investimento strategico a lungo termine, e non escludiamo che, in caso di ulteriori ribassi, la nostra esposizione venga aumentata ulteriormente, con l'obiettivo di cogliere le opportunità offerte dal potenziale di crescita di lungo periodo di questo settore.

- **Real Estate: Nuova esposizione del 3%**

*Pre revisione: 0%; Ultima revisione: 3%; Change%: +3%*

Reason: Real Estate non era precedentemente presente nel portafoglio, ma abbiamo deciso di introdurre un'esposizione del 3% in questo settore in risposta alla sua forza relativa durante l'ultimo periodo. Si tratta di un settore con caratteristiche difensive, che tende a performare bene in contesti di tassi d'interesse stabili o in calo, e può fornire una copertura contro eventuali sorprese negative sul fronte macroeconomico. L'introduzione di questa esposizione mira a stabilizzare il portafoglio e a bilanciare le componenti più cicliche.

- **Automotive: Riduzione del 9%**

*Pre revisione: 19%; Ultima revisione: 10%; Change%: -9%*

Reason: Il settore automobilistico ha subito una riduzione significativa dell'esposizione, passando dal 19% al 10%. Questo cambiamento riflette la crescente pressione economica globale, le preoccupazioni per la domanda futura e i costi di produzione, accentuati dall'inflazione e dalle problematiche legate alle catene di fornitura. Il problema Cina ha pesato sul settore in maniera significativa. Sebbene il settore automotive abbia avuto una forte crescita in passato, ora rappresenta un rischio maggiore in un contesto di possibile rallentamento economico. La riduzione mira a contenere le potenziali perdite in caso di un hard landing.

- **Energy & Utilities: Aumento del 6%**

Pre revisione: 2%; Ultima revisione: 8%; Change%: +6%

Reason: L'aumento dell'esposizione nel settore Energy & Utilities, dal 2% all'8%, riflette l'attenzione verso settori difensivi e anticiclici, che tendono a offrire stabilità in periodi di incertezza economica. Energy & Utilities offre un basso beta, contribuendo a ridurre la volatilità complessiva del portafoglio.

- **Financial Services: Riduzione del 9%**

Pre revisione: 15%; Ultima revisione: 6%; Change%: -9%

Reason: La riduzione dell'esposizione nei Financial Services, dal 15% al 6%, è legata alla debolezza tecnica del settore e alle preoccupazioni relative all'impatto dei tassi di interesse più alti, che potrebbero limitare la redditività delle istituzioni finanziarie. Inoltre, l'incertezza sulla rapidità e l'entità dei futuri tagli dei tassi da parte della Federal Reserve rende il settore meno attraente nel breve periodo. Questo aggiustamento riduce il rischio del portafoglio in un settore potenzialmente vulnerabile a ulteriori turbolenze macroeconomiche.

- **Consumer Staples: aumento dell'esposizione del %5**

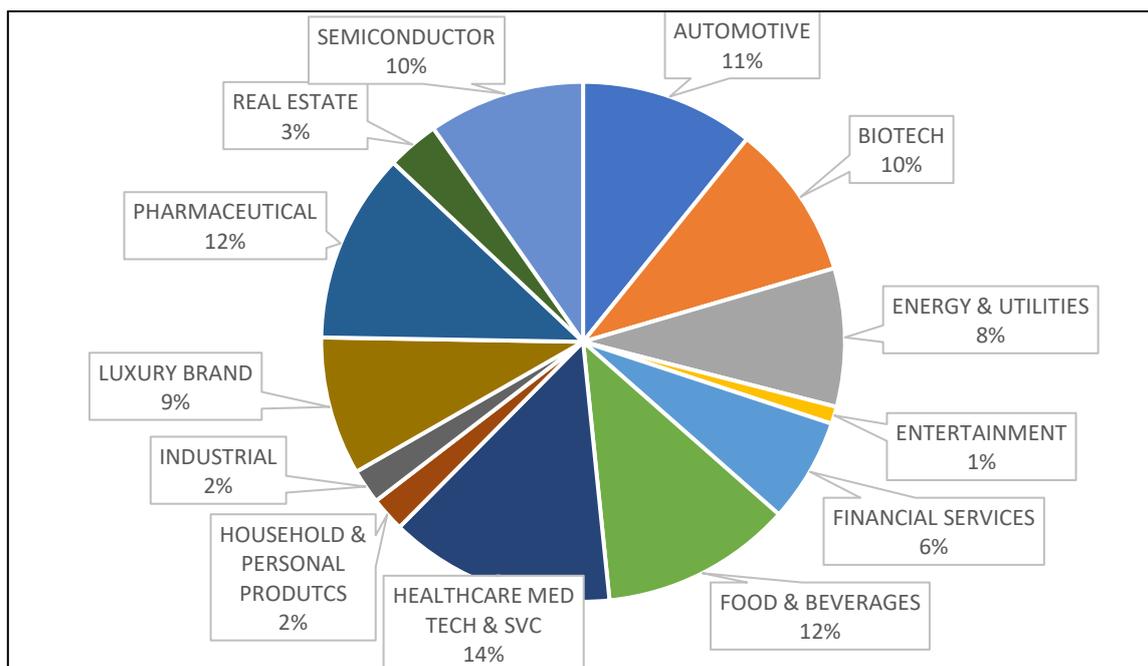
Pre revisione: 8%; Ultima revisione: 13%; Change%: +5%

Reason: di solito tendono a performare meglio rispetto ai settori ciclici durante i periodi di incertezza economica o recessione. Poiché questo settore include prodotti essenziali come food, bevande e prodotti per la cura personale, la domanda rimane relativamente stabile anche in fasi di rallentamento economico. In un contesto in cui l'economia globale potrebbe affrontare una recessione o un hard landing, questo tipo di titoli offre una maggiore protezione contro la volatilità dei mercati. Inoltre, offrono generalmente flussi di cassa stabili e utili più prevedibili, anche in contesti di rallentamento economico. Questa caratteristica li rende attraenti per una strategia che cerca di mitigare i rischi senza rinunciare a opportunità di rendimento.

### Sector Allocation

Il seguente grafico a torta rappresenta la **distribuzione settoriale del portafoglio** secondo la strategia **Best Brands** dopo l'ultima revisione.

Exhibit 3: Sector allocation



Fonte: elaborazione Gamma Capital Markets

## Disclaimer

*Questo documento è stato redatto esclusivamente a scopo informativo e ad uso del destinatario; pertanto, nessuna delle informazioni pubblicate costituisce un invito, un'offerta o una raccomandazione per acquistare o vendere strumenti d'investimento, effettuare una transazione o concludere operazioni legali o di qualsiasi altro tipo. In particolare, esso non costituisce un'offerta o una sollecitazione in tutte le giurisdizioni ove ciò sia illecito o dove la persona che effettua l'offerta o sollecitazione non sia qualificata a farlo o dove il destinatario non possa legalmente ricevere tale offerta o sollecitazione. È responsabilità di ogni persona in possesso di questo documento di informarsi e di osservare tutte le leggi e i regolamenti delle giurisdizioni interessate. Le informazioni sono provenienti da fonti ritenute attendibili ma non si fornisce alcuna garanzia in merito all'accuratezza, alla completezza e all'affidabilità delle stesse. Inoltre, nonostante la nostra professionalità, non possiamo escludere il rischio che le cifre vengano trasmesse o riportate erroneamente. Questa pubblicazione non ha quindi pretese di totale correttezza. Nessuna responsabilità può essere accettata per eventuali perdite derivanti da tali informazioni.*

*Gamma Capital Markets Ltd – Succursale Italiana è un gestore di FIA UE (GEFIA UE) iscritta nella sezione deputata dell'apposito elenco allegato all'Albo di cui all'art. 35 TUF tenuto dalla Banca d'Italia (Aut. N. 23684) ed è autorizzata alla gestione di portafogli, alla ricezione e trasmissione ordini, alla consulenza in materia di investimenti e alla commercializzazione di OICR.*

*Gamma Capital Markets Ltd è un Investment Management Company fondata nel 2010 e regolamentata dalla Malta Financial Services Authority (MFSA) con Licenza N° IS/51103 (Cat.2).*